

合併における企業評価方式の再検討

加 古 宜 士

I ま え が き

いまわが国では資本の自由化に対処するため、企業の体質をいかに強め同時に行き過ぎた企業間競争をどのように調整していくかということが経済界共通の問題意識となっており、これを解決するための方向として企業合同または合併を軸とした産業再編成問題が活発に論議されている。もとより、企業の集中化現象は資本主義経済の発展過程、とくに需要条件の変化に伴って市場を国内から世界へと拡大していく過程または急速な技術進歩に伴って設備の飛躍的巨大化を促進していく過程において必然的にみられる現象でもある。なぜなら周知のように企業合併が企業間競争の回避、生産の集中、経営の多角化、市場占拠率の拡大など各種の効果をもたらすからである。そこで企業合併については、従来から、経済学、法律学または経営学的な観点からそれぞれ徹底的な研究が進められてきているが、本稿ではとくに会計学的な立場から合併における企業評価問題をとりあげて若干の考察を試みたいと思う。

さて、合併 (business combination) とは、上記のような各種の経済的效果を達成するために、ある企業実体が他の企業実体と結合して一つの企業実体を形成する過程をいう¹⁾のであるが、この過程における一つの重要問題として、合併の対象となる企業実体の価値をどのように評価するかという問題が生ずる。これは、合併後の企業実体における資産および資本の増加額を決定する問題にはかならないが、これをいかに決定するかは合併後の企業の財政状態に重大な影響を及ぼすばかりでなく、その後の経営成績に関する会計計算にも大きな差異を生ずることに

なる。

そこで、以下、合併の本質に関する会計学的な理解を明らかにしたのち企業評価の基本的課題を設定し、これにてらして、こんにち考えられている各種の評価方式を再検討しつつ合理的な企業評価の方式を求めることにしよう。

II 合併の本質と企業評価の課題

企業合併の会計処理については、アメリカ公認会計士協会 (AICPA) の公式の見解として、すでに『会計研究公報』第40号、43号および48号 (以下『公報』という)²⁾ が公表されており、また最近では『会計調査研究書』第5号 (以下『研究書』という)³⁾ が、この問題について新たな検討を試みている。そこでまず、これらの権威ある研究を中心に企業合併の本質について根本的な検討を加え、これによって合併における企業評価の基本的課題を求めることにしよう。

1) S. R. Sapienza, "Business Combinations and Enterprise Evaluation," *Journal of Accounting Research*, Vol. 2, No. 1, Spring 1964, p. 50. なお法律上合併は「二つ以上の会社が商法の特別規定によって、一つの会社となり、一つ以上の会社の消滅と、権利義務の包括的移転とを生ずる、これら会社間の契約である」とされている。また合併には吸収合併と新設合併の2種類があり、前者は合併しようとする二つ以上の会社のうち1社だけが存続して残りの会社は消滅し、存続会社が消滅会社を吸収する合併の方法であり、後者は合併しようとする二つ以上の会社がすべて消滅し、これに代って新たな会社を設立し、この会社にすべての消滅会社が入り込む方法である (田中誠二・並木俊守『新版株式会社法律実務ハンドブック』有信堂、昭和40年、pp. 857—860)。

2) Committee on Accounting Procedure, "Business Combinations", AICPA, Accounting Research Bulletins, No. 40, 1950; No. 43 (chapter 7 c), 1953; and No. 48, 1957 (Reproduced in *Accounting Research and Terminology Bulletins—Final Edition*—edited by AICPA, 1961, New York).

3) A. R. Wyatt, *A Critical Study of Accounting for Business Combinations*, AICPA, An Accountig Research Study No. 5, New York, 1963.

周知のように、『公報』では、企業合併をつぎのような基準にてらして、「持分プーリング (pooling of interests)」としての性格をもつ合併と、「パーチェス (purchase)」としての性格をもつ合併とに分別し、特定の合併が、そのいずれに属するかによって異なる会計処理の基準を適用すべきであるとしている。

- a 持分権の持続性 b 営業の継続性
c 経営権の存続性 d 当事会社の相対的な規模⁴⁾

すなわち、『公報』では、a 被合併会社の所有主の有する大部分の持分権が合併会社においても持続し、b 合併当事会社が従来の営業をそのまま継続し、c 被合併会社の経営権が合併会社においても存続し、かつ d 合併当事会社の相対的規模がほぼ同等であるときは、その合併を「持分プーリング」としての性格をもつ合併とみなし、その逆は「パーチェス」としての性格をもつ合併であると定義している。そして「合併が持分プーリングとみなされるときは、アカウンタビリティーの新しい基礎は生じない」とされ、したがって「合併当事会社の資産の帳簿価額は、もしそれらが一般に認められた会計原則に従って記載されている限りはそのまま、しかしそれらを統一的な会計的基礎におく必要のあるときは適当に調整して、引きつがなければならない」とされており、さらにこの持分プーリングの場合には「合併当事会社の

利益剰余金および欠損金 (もしあれば) の合計額も、法律または会社の適当な措置により別段に要求される場合を除き、そのまま引きつがなければならない」とされている⁵⁾。また他方、

「合併がパーチェスであるとみなされる場合には、取得された資産は合併会社の帳簿に、その取得に要した貨幣額による原価で記録しなければならない。対価として現金以外の資産が引き渡されたときは、その対価の公正価値または取得資産の公正価値のうちいずれかより明確な価値で記帳しなければならない。これは資産の購入に対する会計に適用される手続に従うものである。」とされている⁶⁾。

ここにみられる「パーチェス」と「持分プーリング」との本質的な差異は、合併に際してアカウンタビリティーの新たな基礎を確定する必要性が生ずるか否かという点であり、この差異によって、合併における企業評価についても、特定の合併がパーチェスとみなされる場合には、通常の資産取得の場合に準じて、原価をアカウンタビリティーの基礎とするものとし、引き渡された対価または受け入れた資産のいずれかより明確な価値によって企業評価を行なうものとされるのに対して、持分プーリングとみなされる場合には、資産および持分 (留保利益を含む) が簿価のまま引き継がれることになり、新たな企業評価を要しないという差異を生じている⁷⁾。

さて、このように企業合併をその特質にてらして上記のように持分プーリングとパーチェスという二つの形態に分別することは、『公報』自身も認めているように、前掲の各種の分別基準が、現実の企業合併では相互に矛盾する場合が予想され、したがって特定の合併が「持分プーリング」となるか、「パーチェス」となるかの決定は、その合併をとりまくすべての状況を

4) Committee on Accounting Procedure, *op. cit.*, ARB, No. 48, par. 5 and 6. なお ARB, No. 43 は、このほかに「合併当事会社の営業活動が類似的または相互補完的である合併」は持分プーリングとしての性格をもつ合併であるみなすことができるとしている (par. 3.). またフィーネおよびミラーは持分プーリングとパーチェスの分別基準としてつぎの5つを掲げている。「イ. 従前の『所有』の継続性、ロ. 経営者の継続性、ハ. 経営に対するコントロールの継続性、ニ. 合併する会社が相互に類似の活動または補充的な活動に従事していること、ホ. 合併する会社が大体において相対的規模の同じものであること。」(H. A. Finney and H. E. Miller, *Principles of Accounting*, New York, 1958, p. 596. 番場嘉一郎「持分プーリング (承継合併) の計理」『企業会計』Vol. 6, No. 6, 1954, pp. 30—35). なお持分プーリングとパーチェス分別基準については、番場教授が上記の論文で詳細に論じておられる。

5) Committee on Accounting Procedure, *op. cit.*, ARB, No. 48, par. 9.

6) *Ibid.*, par. 8.

7) 新井清光『資本金論』中央経済社、昭和40年、pp. 121—122.

8) Committee on Accounting Procedure, *op. cit.*, ARB, No. 48, par. 7.

検討した上でなければ下せない⁹⁾ という実務上の困難性のほかに、理論上も、合併の本質に関する統一的な理解を阻害することになるのではないか、という重大な問題を残すことになる。

そこで、いま、前掲の分別基準をいったん捨象して、合併行為をその根本に立ちかえて再検討すれば、合併は、「一企業がその資産または持分と交換に、他の企業の資産または財産を取得し、もしくは引き継ぎ、またはこれに対する支配権を獲得する行為」、または「同等の規模の二つの企業が新たな一つの企業を形成するために合同する行為」のいずれかによって生ずるものであるという『研究書』の指摘する結論を得ることができよう⁹⁾。そしてこれらの行為のいずれにも内在する基本的な要素の結合関係をさらに端的に表現すれば、合併が、その形態のいかにかわからず、ある実体の株式と引き換えに他の実体の資産を取得する行為を伴って成立するという事実を知ることができる。この株式の提供と資産の取得という基本的な取引要素の結合関係は、前述の持分プーリング的合併形態およびパーチェスの合併形態のいずれにも共通して存在する事実であり、またかかる要素の結合関係こそ合併を成立させるための必須要件でもある。この各種合併形態に共通して存在するところの、必須要件たる基本的な要素の結合関係こそ、まさに合併の本質を表現するものであるとみることができよう。

かくして、企業の合併は、『研究書』の指摘するように、「本質的に企業取引——交換取引——としての一形態である」とみることが可能であり¹⁰⁾、これによって、各種合併形態の本質を統一的に理解することが可能となるものといえよう。

合併の本質について以上のように理解することを正当とするならば、合併を「持分プーリン

グ」と「パーチェス」の二形態に区分し、それぞれの形態に応じて、企業資産を、簿価または公正価値で評価すべきであるとする『公報』の企業評価論は、合併のもつ交換取引としての性格を曖昧にし、そのために、交換取引に関する会計記録をできうる限り経済的事実に即して行なおうとする会計の基本的職能をも、後退させる結果をまねくものであるといえよう。これに対して、合併を本質的に株式の提供と資産の取得という二種の基本的な取引要素の結合関係として成立するところの、交換取引の一形態と規定するならば、企業評価の問題を、かかる交換取引における交換価格をいかに決定するかの問題として設定することが可能となり、これを通常の資産取得に伴う交換取引において成立する取引価格または取得価額の決定問題と同様の方法で解決することが可能となるであろう。

すなわち、一般に、特定資産の交換価格は、独立した売買当事者間による商業ベースにもとづく交渉を通じて決定されるものであるが、この場合、買手側は、まず取得資産の用役潜在力の大きさを測定し、つぎにこの測定額と売手側の提示する価格とを比較検討して、当該資産を当該価格で取得しても採算がとれるものと判断した場合に、初めて当該資産の取得と対価の支払いをなす。つまり、買手にとって、交換価格を決定するためには、当該取得資産の用役潜在力の大きさを測定することが前提となる¹¹⁾。このような考え方を企業評価論に援用するならば、合併における交換価格を決定するための企業評価とは、合併の対象となる当該企業資産の用役潜在力の大きさを測定することを基本的課題とするものである、ということができよう。

もとより、合併を交換取引と理解する場合、その交換価格を貨幣的に表現するための指標と

9) A.R.Wyatt, *op. cit.*, p. 69. (新井清光, 前掲書, p. 124).

10) *Ibid.*, p. 69 (同上, p. 124). なお『研究書』第5号については新井教授が詳細な検討を試みておられる(同上, pp. 122—130).

11) W.A.Paton and A.C. Littleton, *An Introduction to Corporate Accounting Standards*, Michigan, 1940 (Tenth Printing, 1962), pp. 25—26. (中島省吾訳『会社会計基準序説・改訂版』森山書店, 昭和37年, pp. 43—45). 拙稿, 「有形固定資産の取得価額について」『流通経済大学開学記念論文集』昭和41年, pp. 237—239.

しては、合併の対象となる資産の用役潜在力の測定額のほかに、このような用役潜在力の測定を前提として決定されるところの、対価として提供される株式の市場価値が考えられる。したがって、「取得した資産は、その対価の公正価値または当該取得資産の公正価値のうち、いずれかより正確に算定可能な価値で経理されるべきである¹²⁾。」という『研究書』の見解は、妥当視しうるものである。しかしながら、ここにいる対価の公正価値または当該取得資産の公正価値とは、合併当事会社の交渉を経て、すでに合理的な企業評価額が成立した後において、これに関する会計記録を行なうための金額の大きさを示す指標にすぎない。問題は、そのような交渉の結果としての指標を導き出すための前提である。企業評価問題とは、まさに、このような公正価値の決定の前提となる企業資産の用役潜在力をどのように測定するかのプロセスを明らかにする問題にはかならない。

III 各種企業評価方式の吟味

前節で明らかにしたように、合併を交換取引の一形態と規定するならば、合併における企業評価問題は、1. この交換取引における交換価格の決定問題であると考えることが妥当であり、さらに 2. この交換価格の決定問題の前提として、取得の対象となる企業資産のもつ用役潜在力の測定問題を解決しなければならないであろう。ところが、このような論理とは別に、こんにち企業を評価するためには、各種の方式が考えられており、現実の合併における企業評価方式として一定の役割を果たしている。そこで、いま、それらの方式を整理し、それらが合理的な企業評価の方式たりうるかどうかを吟味しておこう。この吟味は、同時に、上記の論理を首尾一貫して適用することのできる企業評価方式を導き出すための重要な指針を提供するはずである。

さて、こんにち考えられている各種の企業評

価方式を整理すればつぎのとおりである。

- a 株式市価基準法
- b 清算価値法
- c 原始原価法
- d 費用価値基準法
- e 収益価値基準法

まず、a 株式市価基準法とは、合併の対象となる企業の発行した流通株式の市場価値に流通株式数を乗じた金額をもって企業評価額とする方式である。これは、当該企業の株主持分たる自己資本部分の現在価値を、株式市場を通じて直接評価したものであると考えることができ、投資家が合理的に行動するかぎり、当該企業の純資本の現在価値（したがって合併において取得すべき純資産の現在価値）を表現するものとして企業評価の一つの有力な指針となるものといえよう。また実務上も、企業価値を客観的にまた容易に把握しうるという利点を認めることができる。しかしながら株式は、しばしば指摘されるように、(1) 投機売買の対象物として、擬制商品としての性格をもち、株式に対する需給関係によってそれ自体の価値を生じうる。また(2) 株式が、このように投機の対象物となる場合には、株価は、企業資産の用役潜在力の大きさを必ずしも正当に反映せず、むしろ配当額の大小に依存して変動するのが普通となる。このため企業の資金調達目的による株価維持政策——とくに配当政策——によって、株価は、人為的に操作される可能性があるといえよう。さらに(3) 市場性のない株式または市場がきわめて限定的な株式については、その市価を確定することは困難である。他方(4)実務上も、変動する株価のうち、どの時点の株価を採るかの問題が残るであろう。

このように株式市価基準法は、投資家の合理的な行動を前提とする限りにおいて——逆に投機家の行動の不合理性を捨象すれば——企業評価の基準として一定の妥当性が認められるが、しかしながら、株価には上記のように企業価値の指標となりえない本質的な限界がある。しかも根本的には、合理的な株価は、合理的な企業

12) A. R. Wyatt, *op. cit.*, p.105 (新井清光, 前掲書, p.128).

評価を前提とするものであって、株価決定の理論と企業評価論とは同一の範疇に属するものであることを認識しなければならない。いいかえれば、株価の当否は、本来、企業の価値そのものについての分析評価にさかのぼって判定しなければならないものである¹³⁾。したがって株価を所与の企業評価額としてただちに承認することは合理的ではない。

つぎに、b 清算価値法とは、合併の対象となる企業の保有する個別資産の処分価値総額を求め、これから企業の負担する負債総額を控除した純資産額をもって企業評価額とする方式である。これには、原則として、無形資産の価値は含まれない(特許権、商標権等につき若干の例外がみとめられる)。企業資産の清算価値は、企業価値の最低評価額を構成するものであり、また合併後、受け入れた諸資産を成功裡に運用することができなければ、ただちに処分することによって、評価額と同額による換金化が可能であるという意味で、合併会社にとってもっとも保守的な評価額となる¹⁴⁾。しかしながら、合併は清算ではなく、生きた実体 (going concern) が他の実体に移転し、その後も活動を継続することを予定するものである。したがって、合併における企業評価は、企業をゴーイング・コンサーンとしてとらえ、将来にわたる企業活動の継続を前提とした価値を測定するものでなければならない。清算を仮定し、企業資産の処分価値を求めようとする清算価値法は、合併における企業評価方式としては採りえない。

また、c 原始原価法とは、合併の対象となる企業の帳簿に記録されている個別資産の原始原価 (original cost) の総額から企業の負担する負債総額を控除した純資産額をもって企業評価額とする方式であり、帳簿価額法とも呼ばれるものである。もとより、この帳簿価額について

は、それが一般に認められた会計原則に従って記録されているかどうかの検討および帳簿価額を合併会社との統一的な会計的基礎におくために必要な適切な調整を要する。しかしながら、このような検討および調整を行なうとしても、この評価方式は、本質的に、当該企業の保有する個別資産について継続的に記録されてきた歴史的原価 (historical cost) にもとづく企業評価にほかならない。それは企業資産の過去の交換価格の合計であり、当然のことながら、当該資産の現在価値を公正に表示するものであるとはいえない。またこのような継続的な会計記録は、本来、当該企業の期間損益計算を主眼とするものであって、もとより一定時点における企業全体の交換取引価格を決定することとは、まったく関係をもたないものである。したがって、この原始原価法が合併における企業評価方式として妥当視しうるのは、たとえば親子会社間の合併にみられるように、経済的には合併以前からすでに同一の実体として認識することが可能であるような場合、いいかえれば、その合併が、本来、異なる実体間の交換取引ではなく、ただ内部的に会計手続上の相違を調整すれば、会計記録をそのまま引き継ぐことになんらの不合理も生じないような場合に限定されるであろう¹⁵⁾。

これに対して、d 費用価値基準法とは、合併の対象となる企業の保有する個別資産と同一の資産を再取得するものと仮定した場合の再取得価額総額を求め、これから企業の負担する負債総額を控除した純資産額をもって企業評価額とする方式であり、再取得価額法とも呼ばれるものである。これは、企業の保有する個別資産の過去の交換価格にもとづく上記の原始原価法に対し、個別資産の現在の交換価格を基礎とする企業評価方式にほかならない。

ちなみに、アメリカ会計学会 (AAA) は、その1957年原則において、資産価値の本質は当該資産のもつ用役潜在力であるとの見解を採り、用役潜在力の大きさは、「当該資産から引出さ

13) 住ノ江佐一郎「株価理論の基礎」『実務会計』Vol. 2, No. 5, 1966, p.39. 会田義雄「合併比率算定のための企業評価方式」『実務会計』Vol. 2, No. 4, 1966, p.41.

14) H. Bierman, Jr., *Financial Accounting Theory*, New York, 1965, pp.298—299.

15) 新井清光, 前掲書, p. 139.

れるべき総用役の流れの未来的な市場価値の合計を、確率と利子の要素によって、現在価値に割引きしたものの¹⁶⁾」によって表わされるものと規定した。そして同じくAAAの1964年長期使用資産部会は、この57年原則におけるきわめて概念的な用役潜在力説を引き継ぎながらも、その実務への適用可能性を示唆するため、「資産の取得時においては、当該資産のもつ用役潜在力の価値は、少なくとも、その購入価格 (purchase price) の近似値である (as great as) と考えられる。そうでなければ、当該資産は、おそらく購入されないであろうからである¹⁷⁾」との見解を表明した。すなわち企業が合理的に行動するかぎり、現在の交換価格である購入価格は、取得資産の用役潜在力を上回ることはなく、したがって、たとえ用役潜在力についての数理計算的な数値と必ずしも完全には一致しなくても、現在の交換価格を用役潜在力の一般的指標とみることには一定の合理性があることを明らかにした。

このような考え方にしたがえば、個別資産の現在の交換価格である再取得価額を基礎とする費用価値基準法は、合併の対象となる企業の保有する資産がもつ用役潜在力をできうるかぎり適正に表現することを狙いとするものであるとみることができる。

しかしながらそのような有力な利点が認められるにもかかわらず、費用価値基準法が、企業価値をあくまでも個々の資産との関連において把握しようとするものである点で、なお重大な欠陥を有するものであるといわなければならない。いうまでもなく、企業は個別資産の単なる

集合体ではなく、人的な諸要素とも結合して一定の目的のもとに統一され組織化された有機体として存在する。このことは、個別資産の側からみれば、企業によって保有された瞬間から、当該資産は、個々の存在としての資産から一定の目的のもとに統一され組織化された存在としての資産へとその地位を変化させることを意味する。これによって、各種の個別資産は、それぞれ相互に協調し合い補完し合うことが可能となり、それ自体が個別に存在する場合に有する一般的な役立ち以上の役立ちをもつにいたるはずである。すなわち企業に保有された資産は、個別資産が単独に存在する場合に有する価値の総計のほか、有機的組織体としての固有の価値を形成するはずである。

このような事実を認識するならば、資産を個別に切りはなしてそれぞれの再取得価額を求め、その総額を基礎として企業評価額を求めようとする費用価値基準法は、この組織体としての価値を無視するものであり、企業評価の方式としてなお一定の限界があるといわれなければならない。

そこで、e 収益価値基準法は、個々の資産価値を問うまえに、有機的組織体としての企業の、全体としての価値を問題とする。すなわち企業が全体として形成する価値の本質を当該企業の収益力に求め、企業の稼得する将来の予想収益を適切な割引率によって現在価値に割引した価額をもって企業評価額としようとする¹⁸⁾。いいかえれば、前述の費用価値基準法が、1単位ごとの資産の用役潜在力を問題としたのに対して、この収益価値基準法は、合併の対象となる企業の保有する全資産を1単位とみて、全資産が一体としてもつ場合の用役潜在力を測定しようとするものである。

合併は交換取引の一形態であるが、それは、個別の資産を個別に対象とする取引ではなくて、むしろ、相互に結合して有機的組織体を構成す

16) Committee on Accounting Concepts and Standards, AAA, "Accounting and Reporting Standards for Corporate Financial Statement—1957 Revision". *The Accounting Review*, Vol. XXXIII, No. 1, 1958, p. 12. (丹波康太郎・染谷恭次郎訳「会社財務諸表に関する会計および報告基準——1957年改訂版——」『産業経理』Vol. 17, No. 11, 1957, p. 34.)

17) Committee on Concepts and Standards—Long-lived Assets, "Accounting for Land, Building and Equipment", *The Accounting Review*, Vol. XXXIX, No. 3, 1964, p. 694.

18) 片岡義雄「収益価値を基準とする企業評価」『実務会計』Vol. 2, No. 4, 1966, p. 23.

るところの諸資産を一括して取引の対象とするものである。この有機的組織体として一括された諸資産は、一定の目的のもとに相互に作用する過程——つまり企業の経営過程——を通して一定の収益を生み出すが、この有機的組織体としての企業資産のもつ収益稼得能力こそ、まさに企業の価値の本質とみるべきものであろう。収益価値基準法が、企業の営業活動によってもたらされる将来の予想収益の割引現在価値をもって企業評価額とみるのはこのような考え方にもとづくものである。

ところで、企業評価額を当該企業の予想収益の割引現在価値と規定するとする場合、将来における収益の現われかたによって、その評価額は当然に異なるものであることを看過してはならない。この点についてビャーマンは、同じく収益価値を基準として企業を評価するとしても予想収益の傾向によって異なる評価額を算定することができるとして、つぎのような各種のケースについて具体的な計算例を付して説明している¹⁹⁾。

すなわち、まず当該企業の自己資本部分（つまり純資産）の生み出す予想純利益の将来の傾向について、たとえば、(i) 予想純利益(R)が每期同額(1,600ドル)ずつ永続的に見込まれるものと仮定すれば、企業評価額(PV)は、割引率(r)を仮りに0.04として4%の永続年金現価を求め、

$$PV = \frac{R}{r} = \frac{1,600}{0.04} = 40,000 \text{ドル}$$

となる。また、(ii) 同じく予想純利益(R)が每期同額(1,600ドル)ずつ継続的に見込まれるとしても、その期間が有限(50年)であると予想される場合には、企業評価額(PV)は、4%50期の年金現価として、

$$PV = R \times \frac{a}{50/0.4} = 1,600 \times 21.4822 \\ = 34,372 \text{ドル}$$

と算定されるであろう。

このように予想純利益が同額ずつ継続する場合に対して、逓増または逓減しつつ継続する場合かどうか。たとえば(iii) 予想純利益(初年度： $A=1,600$ ドル)が、每期一定率ずつ逓減していくもの(逓減率 $g=0.06$)とすれば割引率(r)を同じく4%として、企業評価額(PV)は、

$$PV = \frac{A}{g+r} = \frac{1,600}{0.06+0.04} = 16,000 \text{ドル}$$

となる。また(iv) 予想純利益(初年度 $A=1,600$ ドル)が、每期一定率ずつ永続的に逓増していくもの(逓増率 $g=0.02$)とすれば、企業評価額(PV)は、割引率(r)を4%(ただし $r>g$)として、

$$PV = \frac{A}{r-g}, \quad r>g$$

$$\therefore PV = \frac{1,600}{0.04-0.02} = 80,000 \text{ドル}$$

となる。以上(i)~(iv)では、自己資本(純資産)の生み出す予想純利益の割引現在価値をもって企業評価額とした。これに対してビャーマンは、企業評価額としては、むしろ次掲(v)~(vi)に示すように、他人資本の生み出す予想利益(利子)も含めて、当該企業の総資本(つまり総資産)によって生み出される予想利益(すなわち支払利子控除前利益)の現在価値を求め、これから他人資本相当額を控除する形式で、合併によって受け入れるべき純資産の現在価値を算定する方がいっそう合理的であると主張している。これは、後述するように、当該企業の資本(資産)がいかなる源泉から調達されたものであっても、そこから生み出される利益は、その性格において異なるところがなく、もしも収益価値を基準として企業を評価しようとするならば、総資本(総資産)が、企業活動を通じて生み出す全成果を同質的に把え、その現在価値を算定する必要がある、通常一定率を強制される他人資本利子が、自己資本利益に及ぼす影響を排除すべきであるという思想にもとづくものである。そこで、上掲のような予想利益の傾向をも配慮しつつ、(v) 利子付負債(2,500ドル)の利子(100ドル)控除前の予想利益が、每期同額ずつ(17,000ドル)、

19) H. Bierman, Jr., *op. cit.*, pp. 302—309.

永続的に見込まれるときの「利子付負債および株主持分」の現在価値（ E ）を割引率および利子率をともに4%として計算すれば、

$$E = \frac{1,700}{0.04} = 42,500 \text{ドル}$$

となり、したがって企業評価額は、これから企業の負担する負債額を控除して、

$$PV = 42,500 - 2,500 = 40,000 \text{ドル}$$

となる。また(vi)同じく利子付負債(2,500ドル)の利子(100ドル)控除前の予想利益(第1期1,700ドル)が每期一定率ずつ逓減していくもの(逓減率0.06)とすれば、「利子付負債および株主の持分」の現在価値（ E ）と企業評価額（ PV ）はつぎのようになる。

$$E = \frac{1,700}{0.06 + 0.04} = 17,000$$

$$\therefore PV = 17,000 - 2,500 = 14,500 \text{ドル}$$

以上(i)～(vi)では、割引率として利子率(0.04)を採用してきた。しかしながら、他人資本に対する利子率は自己資本に対する利益率と必ずしも一致しない。そこでビーマンは、自己資本に対する利益率および他人資本に対する利子率の加重平均を採ることを勧告し、割引率決定のためのつぎのような方式を提示している。

	資本構成比 率(1)	資本の源泉 別報酬率(2)	(1)×(2)
他人資本	0.20	0.04	0.008
自己資本	0.80	0.09	<u>0.072</u>
加重平均			0.080

このようにして算定された資本の源泉別報酬率の加重平均(0.08)を割引率として採用すれば、上記(v)および(vi)の各場合の企業評価額は、それぞれつぎのようになる。

(vii) 上記(v)につき割引率として源泉別報酬率の加重平均を採用した場合

$$E = \frac{1,700}{0.08} = 21,250 \text{ドル}$$

$$\therefore PV = 21,250 - 2,500 = 18,750 \text{ドル}$$

(viii) 上記(vi)につき同様の割引率を採用した場合

$$E = \frac{1,700}{0.08 + 0.06} = \frac{1,700}{0.14} = 12,143 \text{ドル}$$

$$\therefore PV = 12,143 - 2,500 = 9,643 \text{ドル}$$

以上のほか、ビーマンは、合併後に特定資産の売却処分が予定されている場合または新資産の購入が予定されている場合についても十分な配慮が必要であるとし、前者の場合には処分手取額を企業評価額に加算し、後者の場合には支払額を評価額から控除すべきであるとしている。

このように、収益価値基準法は、前述したように合併という交換取引の対象となる企業資産のもつ用役潜在力を、個別資産を単位として測定するのではなくて、それらが有機的組織体を形成する場合にもつ用役潜在力——つまり収益稼得能力——に着目し、かかる有機的組織体の生み出す予想収益の割引現在価値をもって企業評価額としようとするものである。しかしながら、この収益価値基準法には、なおつぎのような問題のあることを指摘しなければならない。すなわち、(1)上掲の簡単な計算例からも明らかのように、一定の予想収益の発生が永続的であるか有期限であるか、また、将来逓増するか逓減するか等によって、企業評価額の大きさに重大な差異をもたらすが、そのような収益の将来にわたる傾向を確実に予測することが可能か、また(2)予想収益の現在価値を算定するための割引率をどのようにして求めるか、さらに(3)予想収益の割引現在価値を求めることによって、総額としての企業評価額を算定しえたとしても、合併によって受け入れるべき個別資産に対して、この総額をどのように配分するか——すなわち、資本の増加額は明示しえたとしても個別資産に関するアカウンタビリティの新たな基礎をどのようにして設定するか——等の問題が残るであろう。

以上、各種の企業評価方式にみられる基本的な考え方を明らかにし、その合理性を吟味したが、そのいずれにしても、完全な企業評価方式として承認するためには、なお解決しなければならないいくつかの問題が残されており、したがって、いずれも単独では、きめ手となる評価方式とはなりえないものと考えられる。しかしながら、以上の吟味によって、企業評価の基本

的課題に即応するすくなくとも二つの有力な指針を得たことを確認することができる。その一つは、費用価値基準法にみられるように、企業の保有する個別資産を再取得価額で評価することは、有機的組織体としての企業が、個別資産のもつ用役潜在力以上の価値を形成するという事実を無視せざるをえないことになるが、その反面合併に際して新たに設定すべきアカウントビリティーの基礎となる客観的な証拠を得ることができ、しかもそれは、前述のAAA1964年長期使用資産部会が指摘するように、個別資産のもつ用役潜在力を公正に表現するものとして一定の合理性を認めうるものであるという点であり、他の一つは、収益価値基準法による企業評価は、個別資産に対する新たなアカウントビリティーの設定という点では難点を残しながらも、予想収益の割引現在価値を算定することによって総額としての企業評価額を求めることは、企業全体の用役潜在力を表現するためのもっとも理論的な方式であるという点である。そこで次節では、これら二つの有力な指針を手がかりにさらに合理的な企業評価の方式を求めて検討を進めることにしよう。

IV 企業実体のもつ用役潜在力の評価

前節における各種企業評価方式の吟味によって、こんにち考えられている方式は、そのいずれにも長短があり単独では満足すべき企業評価方式とはなりえないとの結論をえたが、しかしながら、すくなくとも費用価値基準法における再取得価額による評価は個別資産の用役潜在力を、また収益価値基準法による評価は企業全体の潜在力を、それぞれ明示しうるものであるとの理解をえた。

このような理解によれば両方式の特質を併用することによって、つぎのような企業評価の方式を考えることができるであろう。すなわち、企業実体の全体としての用役潜在力はこれを収益価値基準法にもとづいて算定することとし、つぎにこのようにして算定された総額としての企業評価額の中で、個別資産の用役潜在力を費

用価値基準法にみられる再取得価額で評価し、しかるのちに両者の差額を、有機的組織体としての特定の企業がもつ固有の超過的用役潜在力の大きさとして認識する。この方式は、また、ペイトン父子の示唆するようなつぎのプロセス²⁰⁾を採る評価方式として理解することができる。すなわち、まず個別資産のもつ用役潜在力を再取得価額で評価し、つぎに特定企業がもつ個別資産の再取得価額をこえる部分の超過的用役潜在力を算定し、両者を合計することによって企業実体の全体としての用役潜在力を評価する方式と考えるのである。

このような方式によれば、合併の対象となる企業全体の用役潜在力および個別資産のもつ用役潜在力の両者をともに明示することが可能となり、したがって費用価値基準法にみられる過小評価を是正し、収益価値基準法にみられる個別資産の新たな価格づけ問題の困難性を比較的緩和することが可能となる。またこの方式は、企業評価を合併の対象となる企業実体のもつ用役潜在力を測定する過程であるとみるところの、本稿で首尾一貫して採ってきた理解と合致し、したがってさきに明らかにした企業評価の基本的課題に正しくこたえるための方向を示すものであるといえよう。

さて、この方式においてとくに吟味しなければならない点は、収益価値基準法によって算定される総額としての企業評価額と、個別取得価額との差額を、特定企業に固有の超過的用役潜在力として認識するという点についてである。この超過的用役潜在力の認識は、まさに、企業は個別資産の単なる集合体ではなく、それらが一定の目的のもとに結合された組織的有機体として存在するとき、個別資産が相互に作用することによって個別資産の価値の単なる総和以上または以下の価値を有するにいたるという思想を表現するものである。たとえば、同一種類で

20) W. A. Paton and W. A. Paton, Jr., *Asset Accounting*, New York, 1952, pp. 507—531. W. A. Paton, "Valuation of the Business Enterprise", *The Accounting Review*, Vol. XI, No. 1, 1936, pp. 26—35.

かつ同程度の機能をもつ設備資産であってもそれが独占的企業において使用される場合には、通常の企業において使用される場合に比べて、相対的に大きな収益を生み出すはずであることは、容易に理解しうるところである。このことは同一の資産であっても、それが他の資産との相互作用を行なう場所的條件の相違——つまり企業実体の相違——によってその用役潜在力の大きさを異にすることを意味する。

これに対して個別資産を再取得価額で評価することの意味は、当該資産を当該実体からいったん切り離して、自由市場における現時点の一般的価値判断を基礎としてその用役潜在力の大きさを決定しようとするものである。つまり合理的な自由市場を前提とした当該資産の用役潜在力の一般の大きさを示すものである。

そして超過的用役潜在力とは、このように、自由市場において決定される一般の大きさとしての用役潜在力を、特定企業における固有の用役潜在力が上回る場合に生ずるものである。したがって特定企業の全体としての用役潜在力の評価では、まさにこの超過的用役潜在力をいかに評価するかがその大きさに決定的な影響を及ぼすことになるものといえよう。

さて、ペイトン父子によれば、この超過的用役潜在力は、つぎのようなさらに具体的なプロセスによって評価することができる。すなわち、

- (1) 原始原価によって記録されてきた個別資産を再取得価額によって再評価する。
- (2) 将来の費用および収益を予測し、将来の1ヵ年にあげうべき予想純利益を算定する。
- (3) 上記の個別資産の再取得価額に一定率を乗ずることによって個別資産の生み出すべき正常利益を算定する。
- (4) 上記の予想純利益と正常利益とを比較して、その差額としての超過収益を算定する。
- (5) この超過収益の割引現在価値を算定する。
- (6) 上記の再取得価額で評価された個別資産とこの超過収益の割引現在価値との合計から、企業の負担する負債総額を控除することによって企業評価額を算定する。

これらのプロセスのうち、(1)は個別資産のもつ用役潜在力を評価するための手続であり、(2)～(5)は特定企業に固有の超過的用役潜在力を評価する過程にほかならない。かくして(6)において企業実体のもつ全体としての用役潜在力が評価される。

以上のプロセスをさらにペイトン父子の所説にしたがって敷衍し若干の検討を加えよう。

1. 過去の会計資料の検討

上記のプロセスからも明らかなように、企業評価の過程では、将来に対する予測が重大な地位を占める。この将来の予測は、企業資産が有機的組織体を形成する場合にもつ用役潜在力の測定を企業評価の課題とするかぎり、当然に果さなければならない課題である。用役潜在力とは、いうまでもなく、未来への役立ちであり、その意味で企業評価とは本質的に未来を現在に還元する方式にほかならないからである。

しかしながら、将来の企業活動を確実に予測することは、きわめて困難であるために、伝統的には、過去および現在の会計資料が将来を予測するための基礎資料として採用されてきた。ただこの場合、将来を合理的に展望するためには、いかほどの期間を検討の対象とすべきか、またこれを将来の展望に役立てるためにはどのような修正を行なうべきかが問題となるであろう。ペイトン父子によれば、この対象期間の決定は一方において現行の会計実務そのもののもつ固有の限界によって、他方において、企業外的な国民経済の変動によって必然的に限定される²¹⁾。すなわち、まず前者についていえば、今日一般に行なわれている期間損益計算は、継続する企業活動を記録目的および報告目的上一定期間に切断して、企業の期間的成果を決定しようとする計算機構にほかならないのであるが、この場合、多くの個人的判断に依存する必要があることは、周知の事実である。費用分配もしくは費用収益対応計算が、経済的事実と結果的

21) W. A. Paton and W. A. Paton, Jr., *op. cit.*, pp. 508—512.

に差異を生ずることは、会計記録のこの個人的判断に大きく依存することの必然的帰結であって、会計上の記録と歴史的な経済的事実との差異が調整され、企業活動の合理的な趨勢が明らかとなるためには、少なくとも3年ないし5年以上の期間を検討の対象としなければならない。また後者についていえば、技術革新の絶え間なき今日の経済社会において、たとえば10年にも及ぶ過去にさかのぼった資料を、丹念に検討することは無意味であろう。10年前の経済社会に置かれた当該企業と、現在の企業とでは、当該企業製品の需要関係の変化はもとより、それに対応する設備投資その他の改善によって重大な質的变化をきたしているはずであり、過度に長期に及ぶ過去の資料は対象となる現在の企業を評価するための有効な資料とはならない。

このように、会計固有の限界および経済社会の変動によって、検討すべき期間の範囲は限定され、それは一般に3年ないし5年が適当であると結論することが可能である。ただし、この期間決定にはさらにつぎのような場合を考慮する必要がある。ペイトン父子は最近の期間収益が、とくに異常な条件、たとえば戦時体制下のごとき条件によって多大の影響をこうむっており、それが近い将来通常の営業活動に復帰するものと予想される場合には、最近の資料よりもむしろそれ以前の平時の期間に重点を置く方が将来を予想する場合の指標としては有意義であるとしている。

つぎに、過去の会計記録を将来を展望するための基礎資料として利用するためには適切な修正をほどこさなければならない。ペイトン父子はとくに棚卸方法、減価償却法、貸倒損失の処理方法、および繰延項目の処理については、選択した会計処理手続の相違によって期間損益に重要な影響を及ぼすため、これらの項目に対してはとくに詳細な検討が必要であるとしている。また固定資産売却損益および臨時巨額の損失のようないわゆるキャピタル・ゲインおよびロスのごとき異常項目は、過去の正常な期間利益を歪めるものであり、かかる項目はすべて排除す

ることが望ましい。しかしながら、すべての異常項目をことごとく無視すべきであると性急に仮定することは正しくない。なぜならば、将来の企業活動もまた、時々刻々、そのような影響を受けると見ることが事実在即しており、将来の期間利益といえども過去のそれと同様に、当該企業の経営努力と、経営者のコントロールの及ばない突発的条件とが合成された結果としてあらわれるものに外ならないからである。さらに貨幣価値変動または価格変動についても適切な修正をほどこさなければならない。検討すべき期間をたとえ3年ないし5年に限定するとしても、現在の測定額と過去の未修正の金額との比較はほとんど無意味であり、異質のものからなる誤解を招くような資料にもとづいて、重要な意志決定をなすべきでないことはまったく明らかなことである。

なお、創設後間もない企業には、評価の指針として役立つような収益の記録は何ら存在しない。ペイトン父子はこのような場合には、同種または類似の営業に従事している他の企業の過去の記録から、有用な資料を蒐集することができるとしている。

さて、このような過去の資料にもとづいて、将来の収益をどのように予測すべきか。人間の事象における長期的な傾向が永久に維持されるものと期待することは、広く行きわたった考え方ではあるが、政治経済上の予想であれ、経営活動に関する予想であれ、それは一般に、必ずしも根拠のあることではない。相対的に安定した産業およびきわめて有利な状況にある企業を対象とする場合においても、その不確実性は避けられず、したがって、将来、なにが起るかについての確定的かつ正確な表示はまったく保証されないといわなければならない。

しかしながら、あらゆる資料を分析評価した結果、それにもとづいて行動することが不合理でないと結論しうる限り、その予想は少なくとも現在の時点における公正な予想とみなすほかない。重要なのは、予想とは、本質的にかかる性格を有するものであることを正しく認識する

ことであり、その限界を理解することであろう。ペイトン父子は、このような認識を前提としたうえで、過去の記録にみられる収益水準の傾向が、将来の一定期間にわたってほぼ同じコースをたどることを示唆しているものとみることには一応の妥当性があり、したがって過去の収益水準が上昇傾向を呈している企業は有望であり、下降傾向を呈している企業については期待が制限されるものとみることができるとしている。しかしながら、いうまでもなく、過去の資料に示されている収益水準が、そのまま無限に上昇または下降するものと仮定することは妥当ではない。将来の収益は、過去の収益と同様、安定した一定の流れとしてよりも、むしろ一連の変動過程として現われるものと予想される。したがって収益水準を予想するための基礎としては、過去の資料からえられた一連の期間の収益水準の平均値を採るべきであろう。また、この予想収益の算定にあたっては、費用および収益を構成する個別的な項目についても、合理的な限り詳細な検討を加える必要がある。たとえば収益項目としては企業の主たる営業活動の成果たる売上高のほか、所有有価証券の受取利息および配当金の増減についても十分な検討を加え、また費用項目としては売上原価を構成する諸項目の検討のほか、減価償却費、社債発行費償却、社債利子等の発生状況についてもできうるかぎり合理的な予測を行なう必要がある。

2. 企業評価の基礎とすべき予想収益

さて、周知のように企業利益は、部分的な差異を無視するものとすれば、基本的にはつぎの二種に大別することができる。一つは、当該企業実体における自己資本によって生み出されるべき利益であり、他は、経済的組織体としての企業実体の総資本——自己資本および他人資本合計——によって生み出されるべき利益である。前者は、現行の期間損益計算において通常用いられている利益概念ではあるが、企業評価という、この特殊な会計問題に対する接近法としては必ずしも満足すべきものではない。全体としての企業実体のもつ用役潜在力は、提供された

資本の源泉の性格上の相違によって影響をうけるものではないからである²²⁾。

たしかに、企業利益の分配についてみれば自己資本の生み出した利益——したがって自己資本の提供者に帰属すべき利益部分——は企業実体の総資本の一部を構成する他人資本によって影響を受ける場合がありうる。たとえばある企業実体の総資本利益率が6%である場合に、総資本の2分の1を構成する他人資本に対して5%の報酬率(支払利子)を認めるものとすれば、残る2分の1の自己資本に対する報酬率(利益)は、7%となって、他人資本に対する報酬を上まわることになるであろう。また逆に債権者によって投下される資本といえども必ずしも永久的かつ確実に一定の報酬をもたらすとはかぎらないにもかかわらず、資本市場が活発な場合には、他人資本についての明確な利益が存在しない場合にも、しばしば契約的利子の支払を強制される。この場合には、株主に帰属する利益は、債権者に対して優先的に帰属せしめられた利子分だけ減少することになるであろう。

このように、自己資本についてだけいえば、他人資本利子との相関関係によって、その収益力が計算上影響を受ける場合が考えられる。しかしながら、企業に投下された資本の能力は、それが自己資本であれ他人資本であれ、企業の収益に貢献する能力において何ら変わるところがない。したがって企業評価に必要な予想収益の算定にあたっては、当該企業資本の源泉にかかわらず提供された総資本の生みだすすべての成果——具体的には株主に帰属すべき利益および債権者に帰属すべき利子の合計——を基礎としなければならない。この場合、自己資本および利子の明確な他人資本(たとえば社債)以外の、会計実務上利子が明示されない短期債権者によって提供された他人資本(通常、流動負債として区分されている)の生み出す成果は、これをいかに把握すべきであろうか。

もしも、短期債権者によって提供された他人

22) *Ibid.*, pp. 515—516.

資本部分は、経営過程において何らの成果も生み出さないと仮定するならば、予想収益算定の基礎となる総資本から、この種の他人資本部分をあらかじめ除外する必要があるだろう。しかしながら提供されたすべての資本は、その源泉にかかわらず一定の用役潜在力を有し、したがって一定の利益を生み出すものとみるならば、買掛金、未払賃金等の流動負債によって代表される他人資本も、利子率が契約上の明確となっている他人資本と同様に、一定の成果を生み出すものとみるべきであろう。しかしながら、このような流動負債に対する支払利子は、契約上明確に区分されていない場合があり、また現行の会計実務においても、このような利子相当部分を明瞭に区分表示しようとする試みはなされないのが普通である。むしろ逆に、提供された財貨または用役の購入価格に、このような利子相当部分を埋没せしめ、その結果他の営業費用と無差別に、企業利益からの控除項目とされるのが普通である。

このような流動負債に対する契約上明示されない利子を、ペイトン父子にしたがって、実質利子 (implicit interest) と呼ぶものとすれば、かかる実質利子相当部分も前述したように企業の総資本の一部から生み出される成果であるとみるべきであり、仕入先および従業員その他の債権者によって提供された資本部分 (investment) に適正率を適用することによって、その金額を確定する必要がある²³⁾。この流動負債についての実質利子を明らかにするための必要な適正率としては、通常の短期貸付金利子を一つの指標とすることが考えられるが、その短期的な性格を考慮すれば、相対的に低い利子率を仮定することが妥当であろう。このようにして算定された実質利益 ("implicit" income) は、社債権者その他に対して支払われる契約上の利子および株主の利益の合計額に加算され、かくして総資本によって生み出される企業利益の総額を確定することができる。企業評価の基礎とすべき予想

収益は、このような総資本によって生み出される総利益でなければならない。

3. 超過収益の評価

さきにも明らかにしたように、総資本によって生み出される総利益は、他方、その性格によってつぎの2層に区分することができる²⁴⁾。すなわち、第1層は、自由市場における一般的価値判断にもとづく再取得価額で評価された個別資産のもつ用役潜在力の生み出す利益部分であり、必要利益 (required earning) とも称される部分であり、第2層は、有機的組織体としての企業がもつ超過的用役潜在力の生み出す利益部分であり、超過収益 (superior income) とも称される部分である。

この第2層の超過的用役潜在力の生み出す超過収益は、その性格からみて当然のことながら、第1層の必要利益を算定したのちに総利益との差額として算定されるものである。したがって超過収益の算定のためには、これに先だって必要利益を算定する必要がある。

また必要利益算定のためには、必要利益率を決定する必要があるが、ペイトン父子は、この必要利益率の一つの有力な指標として、各企業または企業集団における実績としての利益率にもとづいて業種別および規模的にまとめあげられた政府公刊物その他の権威ある統計資料にみられる利益率を採用することができるとしている²⁵⁾。これらに示されている利益率は、当該企業と同一または類似の産業における過去および現在の一般的水準を示すものであり、個別資産のもつ用役潜在力の指標として妥当視しうるものである。必要利益率を、このような客観的統計資料にもとづいて決定するものとすれば、将来使用されるべき個別資産の評価額に、この必要利益率を乗ずることによって、特定企業の必要利益を算定することができる²⁶⁾。もしも前述した予想利益の総額が個別資産についての必要利益を上回る場合には、当該企業は、超過的用

23) *Ibid.*, pp. 516—517.

24) *Ibid.*, pp. 512—515.

25) W. A. Paton, *op. cit.*, p. 216.

26) W. A. Paton and W. A. Paton, Jr., pp. 519—520.

役潜在力をもっているものと考えられ、超過収益の存在を認識することができる。たとえば予想利益の総額が150,000ドル、個別資産総額が1,000,000ドル、必要利益率が7%であるとすれば、予想利益と必要利益との間に80,000ドルの差額が存在することになるが、有機的組織体としての企業の価値は、この予想利益の超過分の割引現在価値相当額だけ、個別資産総額を超える価値を有することになる。また逆に、もしも前述した予想利益の総額がこの必要利益以下である場合には、有機的組織体としての企業の価値は、個別に評価された資産総額以下であると考えることができる。この場合、企業の価値の最高額は、必要利益を必要利益率で割引いた現在価値以下となる。たとえば必要利益が60,000ドル、個別資産総額が1,000,000ドルであるとし、必要利益率を7%と仮定すれば、当該企業価値の最高額は1,000,000ドルではなくて60,000ドルの7%永続年金現価として算定される857,143ドルである²⁷⁾に過ぎない。

ところで、超過収益は特定企業によって達成される特別の成功を要因としてもたらされるものである²⁸⁾。したがって、たとえば合併によって有望な特許権を獲得した場合や原材料等の購買や商製品の販売について市場を独占するにいたる場合には、かなり長期間にわたって超過収益を獲得することが可能となるであろう。しかしながら、かかる超過収益が長期にわたって存続するか否かは、新たな所有主および経営者のもとにおける合併後の発展に主として依存するものである。この場合、企業間の競争をはじめとする各種のリスクの発生はこれを当然に予定しなければならないところであろうし、また超過収益の私的な享受は独占禁止法その他によってきびしく制限されている事実も看過してはならない。したがって一般に超過収益の存続期間は5年ないし10年の範囲と予想することが妥当であり、また企業利益に占める超過収益の割合

が大きくなればなるほど、超過収益が将来、長期にわたって実現するかどうかの保証は小さくなるものと考えらるべきである。

つぎに、このように求められた超過収益の現在価値を算定し、再取得価額で評価された個別資産合計に、この超過収益の現在価値を加算して企業の全体としての評価額を求めなければならないが、この場合超過収益に対してはいかほどの割引率を適用すべきであろうか。もしも企業の超過的用役潜在力が個別資産のもつ用役潜在力と同程度の利益を生み出すものと仮定すれば、両者に対して同一の割引率を適用することがゆるされるであろうが、しかし超過収益が一般に必要利益よりも不確定であり多くのリスクを予定しなければならない点を重視するならば、その現在価値を算定するにあたっては、相対的に高い割引率を適用すべきであるといえよう²⁹⁾。他方、超過収益を構成する前述の第2層をさらに二つまたはそれ以上の層に細分し、現在価値への割引にあたってはその各々に異なる割引率を適用すべきであるという提案があるが、超過収益の評価に固有の前述のような限界を考慮するならば、このような精密さを実務上も要求することに、果して意義があるかどうかは疑わしいといえよう³⁰⁾。

さて、以上のペイトン父子の所説を設例によってあとづけるならば、つぎのようになる³¹⁾。

設 例

(1) 過去3ヵ年の売上高その他の収益の平均水準は900,000ドル。

将来8ヵ年の平均水準は、下記(6)の公債利子を控除した額の10%増になるものと予想される。

(2) 減価償却費、所得税、社債発行費償却、社債利子を除く、過去3ヵ年の営業費用その他の費用の平均は600,000ドル。

将来3ヵ年の平均費用は630,000ドルになるものと予想される。

(3) 利子付負債(5%社債)は、過去3ヵ年300,000

27) 予想収益の各種割引計算については、前述のビャーマンの所説参照。

28) *Ibid.*, pp. 520—521.

29) W. A. Paton, *op. cit.*, p. 219.

30) W. A. Paton and W. A. paton, Jr., *op. cit.*, p. 521.

31) *Ibid.*, pp. 523—526.

ドルのまま変化していない。

これは将来の数ヵ年とも変化しないものと予想される。

- (4) 利子の明示されていない流動負債は、過去3ヵ年平均150,000ドル。

当期も同額であり、将来とも大差ないものと予想される。

- (5) 流動資産の純簿価は、現在400,000ドル。

これは棚卸資産の評価を除き、時価を公正に表示している。棚卸資産については、コーピング・コンサーンの観点から評価した場合の時価よりも、200,000ドルだけ過小表示されている。

- (6) 上記(5)に示された流動資産には、評価額100,000ドルの公債が含まれており、これが過去3ヵ年に毎年稼得した利子は2,000ドルであった。

ただし、合併完了と同時に、この公債を処分し、その手取額で新規機械を購入する予定である。

- (7) 保有設備資産の純簿価は900,000ドル、その純評価額は1,200,000ドル。

ただし、営業活動に使用されていない土地については、これを50,000ドルで処分し、その手取額は運転資本に使用する予定。

なお、建物および設備はすべて最近型である。

- (8) 創業費および財務費は、合計20,000ドル、うち

5,000ドルは社債発行費であるが、これは10年前に完全に償却済みになっている。

ただし、もしも社債の償還期間にわたって正規に分割償却すれば、社債発行費償却は、年200ドルとなるはずである。なお社債は発行以来すでに15ヵ年を経過している。

- (9) 過去3ヵ年の平均減価償却費は簿価で51,000ドル。現在の取替原価で評価すればさらに15,000ドル増となる。

なお、新規購入予定の機械の適正償却率は、年10%である。

- (10) 将来の所得税は、利子費用控除後の純額の50%と予想される。

- (11) 当社は銘柄製品を市場に提供し、業界で優位を占めているにもかかわらず、帳簿上、無形資産をまったく表示していない。

- (12) 有形資産についての必要収益率 (required capital-attracting rate of return) は7%と予想されており、この有形資産に対する7%の収益は、永久に稼得されるものと仮定されている。

- (13) 超過収益については、有形資産について永久に保証されている通常の収益率と同率の収益率が、将来8ヵ年は保証されているものと仮定されている。

企業評価額の算定

(I) 予想収益の算定——将来8ヵ年の予測による——

過去3ヵ年の売上高その他の平均収益(1).....	\$ 900,000	
処分予定の公債利子(6).....	2,000	\$ 898,000
収益の予想増加高10%(1).....		89,800
予想収益.....		\$ 987,800
過去3ヵ年の平均費用		
(減価償却費、所得税、社債発行費および社債利子を除く)(2).....	\$ 600,000	
費用の予想増加高(2).....	30,000	
		\$ 630,000
過去3ヵ年の平均減価償却費(9).....	\$ 51,000	
減価償却費の時価評価による増加高(9).....	15,000	
新規購入予定の機械減価償却費(6)(9).....	10,000	76,000
社債発行費償却(8).....	200	706,200
利子費用控除前利益残高.....		281,600
社債利子(3).....		15,000
所得税控除前利益残高.....		\$ 266,600
予想平均所得税(10).....		133,300
株主持分の純利益.....		\$ 133,300

社債利子	15,000
流動負債の予想実質利子 (implicit interest; 5 %) (4)	7,500
総資本に対する純利益	<u>\$ 155,800</u>

(II) 有形資産の評価

流動資産の簿価(5)	\$ 400,000	
棚卸資産の時価への修正分(5)	20,000	\$ 420,000
処分予定の公債(6)		100,000
		<u>\$ 320,000</u>
土地の売却から生ずる予想手取額(7)	50,000	\$ 370,000
設備資産の簿価(7)	\$ 900,000	
設備資産の時価への修正分(7)	300,000	\$1,200,000
処分予定の土地(7)	50,000	
		<u>\$1,150,000</u>
新規購入予定の機械(6)	100,000	1,250,000
創業費および財務費 (社債発行) の修正分(8)		<u>17,000</u>
有形資産合計(創業費および財務費を含む)		<u>\$1,637,000</u>

(III) 超過収益の算定および評価

予想純利益(1)	\$ 155,800
有形資産についての必要利益 (1,637,000 × 7 %) (12)	114,590
8 ヵ年の予想年間超過収益	<u>\$ 41,210</u>
超過収益の評価額 (7 %) (13)	<u>\$ 246,077*</u>

* 41,210ドルの7%, 8ヵ年の複利年金現価による現在価値

(IV) 資産評価額および株主持分評価額の総計

保有流動資産の評価額(II)	\$ 420,000
保有設備資産の評価額(II)	1,200,000
創業費および財務費の修正分(II)	17,000
無形資産の評価額(III)	<u>246,677</u>
資産評価額合計	<u>\$1,883,077</u>
流動負債・固定負債合計	450,000
株主持分の評価額	<u>\$1,433,077</u>

以上の計算例によって明らかなように、ペイトン父子は、超過収益の評価額 (III) を無形資産 (IV) として認識し、これを個別資産の評価額に加算することによって、合併の対象となる企業の保有する資産合計を算定している。これによって合併の対象となる企業実体のもつ全体としての用役潜在力の評価額が明示され、かつ個別資産および資本 (株主持分) についての新たなアカウントビリティの基礎が確定される。

V あ と が き

以上、合併の本質を企業実体間における交換

取引の一形態であると規定し、また企業評価の課題をかかえる交換取引の対象となる企業のもつ全体としての用役潜在力を評価することであると理解して、これにもとづいて各種の評価方式を吟味してきた。そして結局、合併の対象となる企業の保有する個別資産をまず再取得価額で評価することによってそれらが個別にもつ用役潜在力を明らかにし、さらに個別資産が有機的組織体を形成する場合にもつ超過的用役潜在力に着目してそれが生み出す超過収益の現在価値を無形資産として認識し、最後に個別資産の再取得価額と無形資産の評価額とを合計すること

によって企業を評価する方式をもっとも合理的な企業評価方式とすべきであるとの結論をえた。なぜなら、(1)この方式は企業実体が全体としてもつ用役潜在力の価値を明らかにすることを狙いとするものであり、これによって貸借対照表上の貸方資本の増加額を公正に表示することができるだけでなく借方資産についての明瞭なアカウンタビリティの基礎を確立することが可能となる。また(2)この方式は資産価値を具体的に明示するものであるから当該資産の費消に伴うその後の損益計算についての明確な基礎を提供することができる。つまり合併後の企業実体の財政状態および経営成績の両者をとともに適切に表示するための合理的な基礎を提供することが可能となる。

しかしながら、われわれはこの方式が依然として将来の予測という不確実な要素を重要なファクターとして採用せざるをえなかった事実を卒直に認めなければならない。それにもかかわらず企業評価のプロセスとして上記の論理を採用することは合理的であり、ただ将来の収益力をいかに適確に予測するかが、理論的に残された今後の課題であることを確認しておこう。

そこで最後に、このような予測の不確実性を救済する方法として現行の合併実務ではつぎのような各種評価額の併用法が採用されていることを指摘しておこう。すなわち、サピエンザはアメリカにおける判例として、(1)合併の対象となる企業の過去の会計記録から1株当りの資産価値、株式市価、収益価値および配当価値を求め、つぎに(2)これら各種の評価額にそれぞれの重要度を示すウェイトを付し、これを平均することによって、1株当りの評価額を算定する方式を示している³²⁾。

	1株当り	ウェイト	ウェイト付価値
資産価値……	\$ 46.57	2	\$ 93.14
株式市価……	14.00	3	42.00
収益価値……	11.97	2.5	29.93

配当価値……	14.28	2.5	35.70
			<u>200.77</u>

$$1 \text{ 株当り評価額} = \frac{\$ 200.77}{10} = \$ 20.08$$

※この1株当り評価額に流通株式数を乗じた額が当該企業の評価額となる。

またマッカーシーは、企業評価のファクターとして次のような項目をあげている³³⁾。

- (1) 潜在収益力
 - a 最近の年度の歴史的収益
 - b 過去5ヵ年の平均収益
 - c 次期または数期間の予想収益
 - d 上記a, b, cの収益の併用
 - e 上記の収益に関する計算数値と、下記の純資産および配当支払能力の併用

- (2) 配当支払能力

- (3) 純資産

これらのファクターにもとづいて企業評価額を算定するプロセスを示せばつぎのようになる。

- (1) 合併当事会社における会計資料

	Q社	S社
純資産簿価……	\$ 10,000,000	\$ 4,000,000
当期利益……	\$ 1,980,000	\$ 1,000,000
過去5ヵ年の平均利益……	\$ 1,900,000	\$ 665,000
流通株式数……	500,000	250,000
1株当り利益		
当期……	\$ 3.96	\$ 4.00
過去5ヵ年平均……	\$ 3.86	\$ 2.66
将来5ヵ年平均……	\$ 4.20	\$ 12.26
平均配当額……	\$ 1.25	\$ 2.00
純資産簿価……	\$ 20.00	\$ 16.00

- (2) S社1株に対するQ社の交付株式数

当期利益……	1.01
過去5ヵ年平均利益……	0.70
将来5ヵ年平均利益……	2.92
平均配当額……	1.60
純資産簿価……	0.80

しかしながら、これらの併用法にも、サピエンザの事例におけるウェイト付けをどのように行なうか、またマッカーシーの事例における数種の結論の総合化をいかに行なうか等、解決しなければならない重大な問題が残されていることを指摘しておかなければならないであろう。

32) S. R. Sapienza, *op. cit.*, pp. 51—52.

33) G. D. McCarthy, *Acquisitions and Mergers*, New York, 1963, pp. 73—80 and p. 86.